

早稲田大学 WBS 研究センター
早稲田国際経営研究
No.40 (2009) pp. 1-11

〈論 文〉

クレジット・デフォルト・スワップ (CDS) における「信用」の分離

— 信用保証の5つのカテゴリー、4つの「無化」、3つのデカップリング —

杉 浦 正 和 *

Separation of “Credit” in Credit Default Swap (CDS)

— Five Categories in Credit Assurance, Four Steps of “Nullification” and Three Steps of “Decoupling” —

Masakazu Sugiura

Abstract

The purpose of this paper is to consider the essence of Credit Default Swap (CDS) which became the major cause of the 2008 world financial crisis. Buying CDS protection reduces credit risk by putting it onto a counterparty's shoulder, whilst selling CDS protection is underwriting huge potential losses in lieu of short-term cash inflow. Analysis is made on how the essence of “credit” has been “nullified” through the process of trading and side-betting. Creditworthiness is a realistic essence of human beings and the core element which makes economic systems possible, but it was carved out and decoupled by credit derivatives products and traded as virtual and non-realistic entities. A framework was developed through ontological and epistemological perspectives and facts were confirmed through interviews with professionals in financial institutions through practical perspectives.

要 約

本稿の目的は、2008年の世界金融危機の原因ともなったクレジット・デフォルト・スワップについての考察を行うことである。CDS 取引においてプロテクションを買うことは、クレジット・リスクの分離と転嫁であり、CDS を売ることはキャッシュフローを得るかわりに巨額のリスクを引き受けることに相当する。もともとあった信用保証の制度が、CDS の生成とそのトレーディングを通じて「信用」の本質である「実」が無化されたかを検証する。クレジットは、人間の社会・経済活動を支える基本的要素であるが、それがクレジット・デリバティブによって切り離され、本質が無化され、現実味を欠く市場規模に成長した。金融機関関係者とのインタビューを通じ、実践的観点から事実を整理し、存在論的・認識論的アプローチの双方からフレームワークを構築した。

* 早稲田大学大学院商学研究科 教授

はじめに

クレジット・デフォルト・スワップ (Credit Default Swap: CDS) は、形式的にはスワップ契約であるが、一般には擬似保険 (pseudo insurance policy) であると説明されてきた。保険に類似する性質から、別名「プロテクション (protection)」とも呼称される。プロテクトの対象となるのは、一般には融資先や社債の発行体など参照企業 (reference entity) の債務不履行 (default) などのクレジット・イベントにおける損失である。

ブラディー・マンデー (血まみれの月曜日) とも呼ばれた2008年9月15日以後、欧米のメディアは、市場の溶解 (meltdown) や崩壊 (collapse) が始まったと伝え続けた。世界中の株価が大きく下落し100年に1度あるいは大恐慌以来の大惨事 (catastrophe) ともいわれる。この世界金融危機の直接の引き金となったのはサブプライム・ローンであったが、リーマン・ブラザーズの倒産、メリル・リンチの破綻とバンク・オブ・アメリカによる吸収、シティグループをはじめとする欧米ユニバーサルバンクの巨大損失 (2007年度以後)、ヘッジファンドの苦境などを招いた原因となる金融商品は CDS であった。

ベア・スターンズと AIG^(注1) については、CDS の残高 (CDS の売りポジション) が巨大であり、それら金融機関の破綻が更なる市場の混乱につながることが強く懸念された。結果的に破綻したベア・スターンズは最大300億ドルの特別融資を得て JP モルガン・チェイスに吸収合併 (2008年3月) され、危機に陥った AIG (American International Group) に対しては合計1228億ドル (12.3兆円) の救済が行われた。

CDS は、売り手 (以下、本稿では「セラー」とする) と買い手 (以下、本稿では「バイヤー」とする) が、倒産・債務不履行・リストラクチャリング等のクレジット・イベントを事由として簿外の相対取引を行うスワップ契約である。多くの企業にクレジット・イベントが起こるとリスクを引き受けていた側 (すなわち売りのポジションを持っている側) のクレジット・イベントを引き起すリスクが高まる。それは次のクレジット・イベントを引き起こす。すなわち、金融システム全体に関わるシステミックリスクを内在している。金融当局が震撼したのはこの連鎖性である。

本稿の目的は、世界金融危機を引き起こした主たる要因であるとされるこの CDS の濫用が起こった原因を解明することである。最初の目的は、CDS の仕組みを理解するために、もともと連帯保証人制度などの信用保証制度が、保証会社、裏保証と CDS、そのトレーディング、そのサイドベット化のプロセスを通じて変質したことを明らかにすることである。それは、「信用」の本質的な要素がひとつずつ「無化・無効化 (nullification)」されていく過程の解明でもある。同時に、そのプロセスを存在論的＝認知論的な軸で整理し、問題点を浮き彫りにする。

本稿は5節から構成されている。第2節においては、CDS の市場規模拡大の歴史を概観し、バイヤーとセラーによる相対取引の仕組みについて整理する。第3節においては、市場関係者等に対するインタビューおよび欧米の報道をもとに、信用を保証する制度の「5つのカテゴリー」として示す。第4節においては、最後に、「信用 (credit)」の問題の本質に立ち返って考察するとともに、上記カテゴリーを分ける「4つの無化」を分析することで CDS の本質を整理し、本来「現実」的なニーズから出発したこの商品から「実」が奪われていったかについての考察を行う。第4節においては、無化をもたらした

た過程を更に「3つのデカップリング」によって分析する。最後に、このような商品が巨大な規模に成長した背後にあるメカニズムとして、関係者に対する報酬制度があることを示唆し、今後の研究の方向を示す。

1. CDS の市場と構造

1.1 CDS の市場拡大の推移

CDS が開発されたのは1990年代中盤で、10年前（1998年）の想定元本総額は数十兆円規模であった。21世紀に入って100兆円規模となった。2005年には1000兆円を超え、トレーディングのマーケットでの存在感を急速に増した。2007年末62.2兆ドル（6220兆円）と増加を示し、その規模は世界の GDP 総額を超える規模に達していたと推定される。世界の連鎖的信用危機により、初めて減少し、2008年9月現在54.6兆ドル（5460兆円）である（International Swaps and Derivatives Association Inc.による試算。表1参照）。

表1 CDS の想定元本（outstanding）

| | 兆円 | 対前年増加率 |
|---------|-------|--------|
| 2001年前半 | 63 | |
| 2001年後半 | 92 | |
| 2002年前半 | 156 | 148%増 |
| 2002年後半 | 219 | 139%増 |
| 2003年前半 | 267 | 71%増 |
| 2003年後半 | 378 | 72%増 |
| 2004年前半 | 544 | 104%増 |
| 2004年後半 | 842 | 123%増 |
| 2005年前半 | 1,243 | 128%増 |
| 2005年後半 | 1,710 | 103%増 |
| 2006年前半 | 2,601 | 109%増 |
| 2006年後半 | 3,442 | 101%増 |
| 2007年前半 | 4,546 | 75%増 |
| 2007年後半 | 6,217 | 81%増 |
| 2008年前半 | 5,461 | 20%増 |

出所：ISDA* Survey 2008

* International Swaps and Derivatives Association Inc. 1US ドル＝100円で換算

1.2 CDS の「売り」と「買い」（対称的取引）

CDS は、一般にはクレジット・イベントに対する保険に類似した性格を持ち、プロテクション（protection）とも説明されることは前述した通りである。しかし、CDS は、保険的な性格を持ちながらも、あくまでもスワップ取引であり保険ではない。あくまでも「擬似保険」である。（「保険的」であると説明すること自体が根本的な間違いであったことは後述する。）

この擬似保険取引において、CDS のセラー（seller）は保険会社ではないにもかかわらずプロテクシ

ョンを売り、保険におけるプレミアムに相当する「スプレッド」を受け取ることができる。スワップは対称的な契約であるから、CDS のバイヤーが行うのはその逆である。保証の対価としてスプレッドを支払う。市場で取引されている CDS は、5 年の期限のものが殆どである。スプレッドの支払いは、四半期ごとに行われる。スプレッドが50ベースポイント (bp) であれば、四半期に12.5bp ずつバイヤーからセラーに支払われる。

CDS 契約の想定元本 (notional amount/references) は、特定の債券や銀行貸し出しである。CDS バイヤーから見れば、バנקラプシー、債務不履行およびリストラクチャリングなどのクレジット・イベントが起こってもバイヤーは、額面を受け取ることができるから、債権を保全できる。すなわち、リスクをセラーに転嫁することができる。逆にセラーからみれば、クレジット・イベントが起こった際には大きな金額を支払わなければならないリスクを負う。表2は、CDS の売買について、整理したものである。

表2 CDS における対称的取引

| | 買い手 (バイヤー) | 売り手 (セラー) |
|----------|---|--|
| 通常の状態 | CDS を買う =protection bid =buy protection プロテクションを買う 固定的なスプレッド (保険のプレミアム相当) をセラーに支払う (pay) =クレジット・リスクを転嫁する =信用リスクを外す (ショート) credit short | CDS を売る =protection offer =sell protection プロテクションを売る 固定的なスプレッド (保険のプレミアム相当) をバイヤーから受け取る (receive) =クレジット・リスクを引き受ける =信用リスクを取る (ロング) credit long |
| 債務不履行の場合 | バイヤーは債券等を額面 (at par) で売ることができる。 =保険金受け取りに相当 | セラーは債券等を額面 (at par) で買い取らなければならない。 =保険金支払いに相当 |
| 短期的収支 | 確実な支出を伴う。 | 確実な収入を得る。 |
| 長期的収支 | 確率は低いが大規模の大きな補填を受ける (またはチャンスを得る)。 | 確率は低いが大規模の大きなダウンサイドリスクを抱える。 |

(河合・糸田 (2005/2008) 他をもとに作成)

2. CDS の5つのカテゴリー：信用（クレジット）の切り離し

金融危機を契機として現在 CDS の「からくり」が一般にも明らかにされてきている。その本質は、もともと「信用」を補完するものであった CDS は、次第に実際に債権を保有していなくても成立得ようになり、債権のデフォルトをイベント（事象）とするベット (bet) に変質してきたということだ。次節では、その変質の様子を、信用リスク保証取引を5つのカテゴリーに分けることでその「変質」の様子を整理する。

2.1 連帯保証人

CDS が本来持つ機能は、保険であり保証である。永野 (1998) が指摘するとおり、クレジット・リ

スクを第三者に移転する方法は CDS が編み出される前から存在した。

借り入れを行う際の最も基本的な形は、原債務者が連帯保証人を立てて債務保証を行うことである。原債務者の債務不履行が起こった場合、債権者は連帯保証人に対して請求を行う。保証委託契約が存在する場合、連帯保証人に契約を依頼するのは原債務者自身であり、当然契約の存在はよく認知している。

日本国内の民法上の規定上は、連帯保証契約は債務者の同意が無くても債権者と保証人だけの合意によって成立し得る といえ、実務上は原債務者と連帯保証人の間には信頼に基づく人間関係を想定できる。原債務者は、連帯保証人に迷惑をかけたくないことが債務を履行するモチベーションとなる。すなわち、人間同士としての「信用（クレジット）」を失いたくないことが債務不履行リスク低減の原動力となっている。

2.2 保証会社

原債務者は、連帯保証人を立てる代わりに、保証会社に対して保証料を支払うことでそれに替える場合がある。実際に、銀行等でのローン審査においては、リスク転嫁の方法として保証会社が使われることが多い。保証会社とは、原債務者が保証料を支払うことと引き換えに、原債務者の信用力を担保し、借り入れを可能にする。そして、万一債務不履行のクレジット・イベントが生じたときには、原債務者の借り入れ残金を貸し出し元に対して支払う。

この保険的機能に対する費用を負担するのは、原債務者である。また、契約の存在および内容も認識している。債務不履行の事態の際には、原債務者のローン債務が消滅するわけではなく、残金の支払い先が銀行から保証会社に切り替わるだけである。従って、保証会社は、連帯保証人と同様、債務不履行後の残余財産についての求償権を有する。しかし、連帯保証人との関係が「人間的信頼関係」をベースに法的契約関係（保証委託契約＋求償権）があったのに対して、保証会社との関係は「人間的信頼関係」を基礎に持たないより抽象度の高い法的契約関係のみがあると考えられる。換言すれば、人間的側面が減殺されており、その過程で「クレジット」の本質が変化している。

2.3 裏保証と CDS

連帯意保証人および保証会社は、原債務者の側が自らのリスクを担保し、信用を補填するために用意する。それに対して、原債権者側で「保証」を用意することも可能である。原債権者は、自ら原債務者のクレジット・イベントに備えて、第三者による「裏保証」を買うのである。第三者の立場からは、クレジット・イベントが生起するリスクをとるのに見合った額（補償額×イベント生起の確率＋諸コスト・利益相当分等）以上の報酬を獲得できれば、それを原債務者から受け取るか原債権者から受け取るかについては特に問題とならない。

この「裏保証」においては、原債権者の側がその費用を負担する。クレジット・イベントが発生した場合には、裏保証人が債権を肩代わりして持ってくれることになる。そして、裏保証人が原債務者に対して債権者としての地位を獲得する。しかし、裏保証人と原債務者の間に人間関係がない。それだけで

はなく、原債務者はそのような契約の当事者ではなく、また知ることさえない。換言すれば、契約を「認識」していない。CDS は、基本的に裏保証のひとつの形態である（永野1998他）。原債務者において契約の「認識」のない裏保証及び CDS は、更に抽象度の高いものとなる。

2.4 CDS のトレーディング（実体のあるもの）

CDS は、それが「トレーディング」の対象となったことで、更に本質的な性格の変更が加わる。CDS のトレーディングの参加者は、もともとその債権に興味があるわけではない。むしろ、CDS を市場において「安く買って」「高く売る」こと、或いは「高く売って」から後に「安く買い戻す」ことで利ざやを稼ぐ。売りであれ買いであれポジションを持つ期間が短いことは、クレジット・イベントが実際に起こった時点で CDS のポジションを保有することを事実上想定していないのである。これは、例えば石油に対するトレーディングを行う主体が、石油備蓄の設備を有しないことと同様である。また、投機対象としての家は、実際の居住を前提としていないことも類似している。

従って、トレーディングの対象としての CDS においては、デフォルトが起こった時点において、残余財産の分配などの交渉の席に臨む債権者となることを事実上想定していない。すなわち、トレーディング行為の中には、残余財産請求の認識が希薄である。ここで、括弧の中に「実体のあるもの」と入れたのは、このようにクレジット・イベント時を想定していない場合であっても、トレーディングの対象となる債権（或いは投機対象としての石油や住宅）自体は存在するからであり、次の対象となる債権さえ存在しない場合とは区別されるからである。

2.5 CDS のトレーディング（実体のないもの）

金融危機発生後のメディアの報道では、実際に CDS に関わったトレーダーに対するインタビューが行われた。例えば番組“60 minutes”においては CDS は、“side bet and huge bet”（サイドベットであり、巨額のベットであった）と指摘されている。

サイドベットとは、メインの賭け（main bet）とは別のサイドの賭け（side bet）である。トレーディングの世界においては、極端に言えば対象となる債権が「実在」する必要さえないことになる。（住宅価格の上下自体に賭ける場合には実在する家さえ不要であることに類似する。）CDS が債権のデフォルトをイベント（事象）とする単なるベット（bet）に変質したのはこの点にある。そして、人間としての信用としての「クレジット」の意味合いは「ベットの対象としてのイベント」に変質している。

2.6 クレジット・リスクに関する5つの類型

以上を、整理してみると表3の通りとなる。

表3 クレジット：リスクの5つの類型

| | | 契 約 | 人間としての 信頼関係 | 原債務者の 契約の認識 | 残余財産請 求の認識 | 対象債権の 実在 |
|--|-------------|------------------------------|----------------|----------------|---------------|-------------|
| 抽象度 ↓ (低) (高) | 1 連帯保証人 | 原債務者 ⇔連帯保証人 | ○ あり | ○ あり | ○ あり | ○ あり |
| | 2 保証会社 | 原債務者 ⇔保証会社 | × なし | ○ あり | ○ あり | ○ あり |
| | 3 裏保証・CDS | 原債権者 ⇔第三者 | × なし | × なし | ○ あり | ○ あり |
| | 4 CDS トレード* | 実体の あるもの 第三者 ⇔別の第三者 | × なし | × なし | × 希薄 | ○ あり |
| | 5 CDS トレード | 実体の ないもの 第三者 ⇔別の第三者 | × なし | × なし | × なし | × なし |

* トレードの対象としてのCDS。

(出所：永野学（1998）その他をもとに作成）

クレジット・イベントが発生した際の債権の保証については5つの種類があり、ひとつの段階を経るごとに本質的に「変質」していることがわかる。比喩的に表現すれば、4つの川（表に示された実線）を越える過程で、「抽象度」ないし「バーチャル度」が高まっている。

3. 5つのカテゴリー分化をもたらした4つの「無化」

3.1 クレジットの本来の意味

連帯保証人から保証会社、裏保証及びCDS、そのトレード、実体のないトレードと進むにつれ、「信用（クレジット）」の意味合いは希薄化し、「信用」という言葉が本来もつ意味から遊離していく。クレジットの元になったのは、信任し信頼することを意味する“credere”に由来する。これが商業的な意味あいで使われるようになったのは、15世紀中ごろといわれ、17世紀初頭からは「名誉」の意味でも使われるようになった。20世紀初頭からは、大学でコースの終了を意味するようになった。本来人間が社会的行為を行う上でもっとも基本となる「信用」の根本は誠実さ・実直さであり、実印を押すことで保証する。

3.2 4つの「無化」

前節の表は、川を渡る度に、「実」がすり替えられ換骨奪胎されていく過程と換言することができる。そのようなすり替えと変質を、本稿では「実」の「無化」（ヌリフィケーション：nullification）と仮称することとし、無化が進んでいく様子をN1、N2、N3、N4…と呼ぶことにする。

「無化」のプロセスは、「ある・ない」に関わる問題であり、哲学的問いといっても良い。そして、「ある・ない」の問題は、実在の問題と認識の問題に分けることができる。CDSを巡る無化の過程は、その分類を借りて整理できる。すなわち、ひとつは「もととなる人間や債権などが実在としてあるか・な

いか」である。これは、存在論（オントロジー：ontology）的な問いと言い換えることができる。

もうひとつは、「認識されているか・いないか」に関する区別であり、認識論（エピステモロジー：epistemology）的な問いと換言することが可能である。（但し、存在論・認識論については、厳密に哲学的議論を行うのが本稿の目的ではない。）

一方、実在しない認識の対象は、大きく分けると人間関係や契約関係など「関係」に関することと、イベント発生時の契約履行を含む契約「自体」に関する2種類がある。すなわち、関係性に関わる存在と認識の変化、その底にある契約に関するカテゴリーに分けることが可能である。以上から、4つの類型を得る。

| |
|--|
| N1. 関係の存在論的变化（非人格化）： |
| 最初に、「連帯保証人」においては、「関係」も「債権」も存在し認識されていたものが、「保証会社」においては、人間関係が存在しなくなる。本来は、実在する契約についてのクレジット・リスクを実在する人間である連帯保証人との「信頼関係」によって補填しようとする信用リスク管理が、「保証会社」との金銭契約となるときに、人間としての関係が無化され、第一の変質を遂げる。比喩的には、「顔がなくなる」と言ってよい。 |
| N2. 関係の認識論的变化（裏化・CDS化）： |
| 次いで、裏保証・CDSにおいては契約関係が原債務者において認識されなくなる。すなわち、契約関係は存在するのだが、認識論的には無化されてしまうのである。債務者によって認識されない契約は、原債務者と切り離されて遊離し始める。比喩的には、「足が見えなくなる」と言えるかも知れない。 |
| N3. 契約の認識論的变化（トレード化）： |
| 一人歩きするものは人の手から手に渡り得る。すなわち、トレードの対象となる。トレーディングにおいては、「債権」の本質である残余財産請求の認識が希薄化・蒸発化するのとは前述の通りである。この「トレード化」により、CDSはイベントが起こったときに支払うべきポテンシャルの債務であり可能な限り回収すべき債権であることが認識論的に無化されている。この時点で既に「インシュアランス（保険）」から「ベット（賭け）」のカテゴリーに近接している。敢えて比喩的を続ければ、「体が見えなくなる」といえるだろうか。 |
| N4. 契約の存在論的变化（サイドベット化）： |
| 次に、契約自体に関わる最終的な変化が訪れる。トレーディングの対象であることを突き詰めれば、「デフォルトするかどうか」についての当事者同士のビューに基づき賭け（ベット）をしていることと本質は変わらないことになる。マーケットの値付けよりも自分が考えるデフォルトリスクが低ければ買い、高ければ売ればよい。そこまで抽象化が進めば、もともと「メイン」の貸し借りの原契約があってもなくても同じこととなる。本体（「メイン」）の無い賭けは「サイドベット」と呼ばれる。換言すれば、サイドベット化によってもととなる契約は存在的にも無化される。この段階において「姿がなくなる」。 |

4. 4つの「無化」をもたらした3つのデカップリング

これらの4つの「無化」過程を通じて、人間としての信用（しばしば命がけであった）が換骨奪胎され似ても似つかないものに変質している。その「無化」をもたらした変化を考えてみる。「変化の変化」、いわば二次微分したものを、下記のように名づけてみることも可能であろう。

表4 クレジット：「非実化」を起す3つのデカップリング

| 変化の変化 | 本 質 |
|----------|---------------------------|
| N1 から N2 | 契約が、他者により見えないところで行われる『他』化 |
| N2 から N3 | CDS が、一人歩きを始めて遊離する『離』化 |
| N3 から N4 | 本体を失って、別物にすり替わっていく『別』化 |

「他」「離」「別」のデカップリング（分離）の過程を経ることにより、本来は実在する人間同士の信用に基づく「実」の金融商品としての保証＝信用が、限りなく「虚」のベットへと換骨奪胎されていった。デカップリングが行き過ぎることは、実体経済に対するアシストの意味を持っていた金融商品が、「単なる賭け」に変質してしまうことでもある。そして、様々な「CDS 売り」のインセンティブによって、想定元本5000兆円の規模で世界に拡散した。しかしそれは、経済が成長を続け、クレジット・イベントが多発しないことを前提とした危うい前提のもとに立っている。これが一旦逆回転を始めると、相互に破壊しながらシステミックに崩壊が広がり、クライシスを引き起こしてしまう。

ルーズベルト（Franklin D. Roosevelt）は、1933年の大統領就任式で「私たちが一番恐れるべき唯一のことは恐れそのものである（The only thing we have to fear is fear itself）」と演説した。1929年の大恐慌の悪夢からまだ醒めていない頃である^(注2)「恐れ」が急速に広がると「パニック」を引き起こす。そして、パニックこそが、システム自身を破壊するのである。恐れは換言すれば信頼・信任そして信用が失なわれることである。経済あるいは更に広く社会を成り立たせる根本は信用（credit）である。しかし、それを切り離し、トレードの対象にしたところから3つのデカップリングが引き起こされた。

自由主義のシステム（free enterprise system）が信用なくしてはそもそもワークしないことは明白である。信用（クレジット）をデリバティブとして引き離してトレードする、ということは、資本の原理そのものをトレードしていることにはならないのだろうか。擬制と擬態に惑わされることなく、今起っていることの本質を捉えていかなければならない。

5. さいごに 今後の研究の方向性

本稿では、「信用（クレジット）」を巡る諸関係を、「連帯保証人」「保証会社」「裏保証・CDS」「CDS トレーディング：実体のあるもの」「CDS トレーディング：実体のないもの」の5つのカテゴリーに分けて分析した。そして、それらは、「N1 非人格化」→「N2 裏化」→「N3 トレード化」→「N4 サイド化」の4つの「変化」によってもたらされたものであることを論じた。次の「変質」を経ると、デフォルトに限らず、確率が予知できないイベントであればベットする対象はなんでも良いとする極端な状況に通底する。

この CDS が極めて早いスピードで世界中に広がったのは、その裏に売り手と買い手双方に強いインセンティブが働いたとみるべきである。今後の研究は、その「売り手」と「買い手」双方にどのようなメカニズムでインセンティブが働いたのかの解明に向かうこととなろう。現在想定されているものには次のようなものがある。

ひとつは、「運用成績」を競わなければならない金融機関が市場平均に対して稼得するプラス分としての「アルファ」を得るにあたり、「見えないリスク」を取ってリターンだけを大きく呈示したい欲求があったのではないかと、という点である。CDS では、極めて稀なクレジット・イベントが起きない限り、プレミアム収入を上げることができる。本当は「リスクと背中合わせ」のはずであるが、見えないリスクは認知されないため、一見リターンのみが認識されるようになるのではないかと考える。

組織として「見えないリスクを負い、見えるリターンを挙げる」インセンティブがあることに加え、個人としてのファンドマネジャーにも「成功報酬」の仕組みによってそれを助長する仕組みがある。いわゆる「成功報酬」は一瞥するとフェアに見えるが、現実には、「成功したときには多大な報酬」「失敗しても戻す必要がない」制度であり、ファンドマネジャーに対してリスクを上限まで取るインセンティブを与えてしまうことが懸念される。

また、トレーダーなどに対する短期的な業績評価とボーナスの制度が CDS の売りあるいは売り買いに対して強いインセンティブとなっていたのではないかと。本来 CDS はスワップであるから「相対」で「対称的」な取引であるが、期間を短期に限れば「非対称的」になる。ある期間においては、キャッシュのインフローが確実に上がり、取引の額さえ上げれば、極めて大きな金額が可能となる。それに対して本来引き受けている相応のリスクについては直接的には認識されない。その非対称性が、セールス&トレーディングの部署が CDS に関して貢献度を認識され報酬として反映されるインセンティブとどのようなメカニズムでかわりあってきたかを明らかにする必要がある。

いまひとつの仮説は「投資と保険のセット販売」である。CDS には、「金融商品を買うためのリスク低減のデバイス」として、銀行はハイリスクの投資商品と保険のセット販売を行ったとの指摘がある。特に、住宅ローン債権を担保にした証券化商品についても使われるようになったことが、ここ数年で市場を急拡大した理由ともいわれている。

本来、CDS は本来個別の企業の債務不履行 (default) リスクに対する「プロテクション」である。歴史的には、「貸し手」としてリスクを負っている銀行が、デフォルト・リスクという本来銀行が背負っているリスクを「手放す (lay-off)」ために創った商品である。従って、もともと銀行の目的は「債務保証」を「買う」ことのはずであった。リスクの高い投資商品とのセット売りが、本来のクレジット・リスクの切り離しの目論んだ当の銀行が大量の CDS を売り、その結果莫大なクレジット・リスクを背負抱え込んだ一因であるとされている。特に、保険会社が扱った多額の「擬似保険」が世界金融危機のひきがねのひとつを引いたことについては更に詳細に分析することが有効であると考え^(注3)。

本稿は、金融の中心からまたたく間に世界中に伝播した世界金融危機という圧倒的な現実を目の当たりにし、最初に仮説としてのフレームワークを構築したうえで、数多くの専門家との集中的・連続的な事実収集と意見交換によってそれを事実を整理し枠組との整合性を検証し再構築した。聴き取り、意見交換を行ったのは、ジャパントイムズにおける金融危機関連の対談記事^(注4)を通じて知己を得た各位、私自身がキャリアを積んだ金融機関の各位、関連官庁の各位、金融機関から派遣されている現役学生および OB 各位など、多岐にわたる。配慮すべき状況も数多くあることから、所属機関名、個人名および個別のインタビュー内容の明示的引用は差し控えることとしたが、この場を借りて皆様に心からの感謝の

意を表して一旦の締めくくりとしたい。

注記：

- 注1 AIG は近年まで1兆ドルに達する資産を有する世界最大の保険会社であり、収益性も高く（2007年1100億ドル）、最高の信用（AAA）を誇っていた。しかし、不正経理問題などで、モーリス・ハンク・グリーンバーグ（Maurice “Hank” Greenberg）前 CEO は退任し、2008年6月にロバート・ウィルムスタッド（Robert Willumstad）が CEO に任命された。同年8月に発表された第2四半期決算において、デリバティブ取引の評価損が累積250億ドルに達していることが発表された。翌9月、AIG の子会社の殆どに対して格付け機関によるレーティングの下方修正が続き、同社の信用はごく短期間でスパイラル的に落ち込んでいった。同月16日に当初融資枠850億ドルを受けた後10月8日に追加的与信枠378億ドルを受け、合計1228億ドルにのぼる。
- 注2 前年の大統領戦では「3つのR-（Three R's-relief, recovery and reform.）を掲げ、ニューディール政策によりアメリカを回復に導き、1945年までのアメリカ史上唯一となる4選を果たす。
- 注3 AIG の経営問題のひとつの側面は、世界最大の保険会社でありながら、「擬似保険」としての CDS に大きな関わりを持ち、過大なリスクを取っていたことにある。保険の本質は、リスクをアンダーライトすると同時に大数の法則による分散することあるが、本来その専門家であるべき世界最大の保険会社が CDS を過大なリスクを負っていたことは、保険会社あるいは広く金融機関のリスク管理体制の現実を露呈したともいえる。Newsweek は、AIG は、サブプライムローンを引き受け、借り手に対しては不動産ローン保険を販売し、CDS のプロテクションのセラーとなり、同時に CDS を更に合成した債務担保証券（CDO）の取引を行い、保険として預かった資金を住宅ローン担保証券（Mortgage Backed Security MBS）に投資していたと整理した。AIG においては、MBS の取引による損失の拡大に CDS による損失が加わったことで危機的状況が決定的となり、そのことが更なる世界経済危機の引き金となった。
- 注4 ジャパンタイムズ主催の座談会は、2008年12月19日午前10時より午後3時まで、金融工学・マクロ経済などの専門家との対談の形で行われ、2008年1月22日に記事として掲載された。本原稿のドラフトを事前資料のひとつとして配布頂き、多くの貴重な知見を頂いたことを特に記しておきたい。

<参考文献>

- ・ International Swaps and Derivatives Association Inc., ISDA Survey 2008年。
- ・ Japan Times, “The Global Financial Crisis from a Japanese Perspective: Japan Times Forum on Financial Turmoil”, 2009年1月22日, pp.10-11。
- ・ 金子勝、DeWit, Andrew 「世界金融危機」岩波書店、岩波ブックレット、2008年。
- ・ 河合祐子・糸田真吾「クレジット・デリバティブのすべて」経詳報社、2005年。
- ・ Krugman, Paul, “The Conscience of a Liberal”, Norton & Co Inc., 2007年。邦訳「格差はつくられた一保守派がアメリカを支配し続けるための呆れた戦略」三上義一抄訳、早川書房、2008年。
- ・ Morris, Charles R., The Trillion Dollar Meltdown, PublicAffairs, 2008年。邦訳「なぜ、アメリカ経済は崩壊に向かうのか 信用バブルという怪物」山岡洋一訳、日本経済新聞社、2008年。
- ・ 永野学「クレジットデリバティブ入門」シグマベイスキャピタル、1997年。
- ・ 永野学「信用リスクを取引するークレジットトレーディングからクレジットデリバティブ、資産流動化まで」シグマベイスキャピタル、1998年。
- ・ 大橋英敏「クレジット投資のすべて」金融財政事情研究会、2006年。
- ・ 杉浦正和「投資銀行とビジネススクール」：世界金融危機と投資銀行におけるエグゼクティブの報酬ーそしてビジネススクールの新しい役割についての予備的考察」、『早稲田ビジネススクールレビュー』第9号、pp.102-111。
- ・ 竹森俊平「資本主義は嫌いですかーそれでもマネーは世界を動かす」日本経済新聞出版社、2008年。
- ・ Tavakoli, Janet M., “Credit Derivatives”, John Wiley & Sons., 1998. 田村和浩訳「クレジット・デリバティブ取引事例集」シグマベイスキャピタル、1999年。
- ・ 矢島剛「CDOークレジット・デリバティブと証券化のコラボレーション」金融財政事情研究会、2008年。

